

证券内幕交易界定的法律问题

蔡奕

证券市场的内幕交易,是指因其特殊地位而获取上市公司内幕情报的人员,利用该信息转为公开信息前的时间差,进行证券交易以牟取暴利的行为。内幕交易破坏了证券交易公开、公平的原则,扰乱了证券交易秩序,具有严重的社会危害性,因此,近年来,西方主要发达国家均加重对其处罚的力度(包括刑罚)。1993年9月2日,我国证券委也颁布了《禁止证券欺诈行为暂行办法》(以下简称《暂行办法》)对其进行法律制约。1997年3月14日八届人大第五次通过的新刑法典将证券内幕交易上升为刑事责任加以制约。1998年12月29日,历时七载并五易其稿的《证券法》终于出台,该法第67条至第70条对证券内幕交易作了原则性的规定。由于内幕交易常在幕后进行,具有欺骗性和隐匿性,我国目前的相关法律规定又较为粗略,因此在司法实践中对其行为性质、行为主体、行为客体、行为动机的认定较为困难,在法学理论上也存在不少疑议,故有作进一步研究和探讨的必要。

一、内幕交易的性质辨析及规制理由

迄今为止,各国(至少是具有真正证券市场的国家)的证券立法对内幕交易一致采取否定态度,但在法理上对内幕交易的性质甄别及相应产生的是否应加以规制的问题,仍存在歧见。

少数学者以市场价值规律取向为基石,极力主张内幕交易的合法性,或至少不应受禁止。他们将内幕交易定性为市场参与者利用市场信息,追求商业利润的正当竞争行为,是市场经济“信息决定性”的外化表现。为此,他们提出四项理由以支持其论点:第一,市场经济以竞争为导向,敏捷的信息接受者能迅速作出反应,获得优势竞争地位,迟钝的信息接受者将自食商业决策失误、风险加剧的苦果,从而实现市场规律优胜劣汰的终极目的;第二,内幕交易不损害任何人,至少对市场交易无害,善意买卖者并非被动的价格接受者,其与知情者自愿交易,自主商定价格,因而也无须埋怨内幕交易之不公平;第三,利用内幕信息作为企业人员的报酬形式有助于刺激经济发展,股价上扬的利益可为全体股东享受,一体均沾,改善福利;第四,“凡依赖资讯之市场均存在内幕交易”,内幕交易范围之广,渗透之深,禁止不易。且不论店头买卖,单是证券交易所普遍实行的集中竞价制度,便难以使有关部门进行有效的嗣后追查、

取证。与其付出巨额管理费用查处内幕交易,不如将有限的资金投入加快市场信息流转的系统工程建设。

纵观上述理由,不难发现其中有许多论据难以成立。首先,上述理由均从纯粹经济学层面出发,而忽视了法作为人类文明的重要组成部分,它不仅是社会行为规范,更要涵盖人类精神准则。追求经济效率固然重要,但须在不违背公平及正义的前提下进行。其次,内幕人员由于其地位的特殊性,比一般竞争者更具信息资源可获性的优势,股价上扬和下落的知情者与不知情者其胜负早已成定局,在此基础上区分信息的敏捷接受者与迟钝接受者已毫无意义。其三,个体而言,内幕交易人为了实现利用内部消息获利的目的,必然阻碍内部消息的公开时间,从而使不知情市场交易参与人由于信息不畅、不实、不详,决策失误而招致损失;总体而言,内幕交易的存在必将增加证券市场投资风险,提高投资成本,导致一般投资者丧失对上市公司及市场交易公正性的信任,最终造成企业募资艰难,市场交易萎缩,经济秩序紊乱。危之岌岌,岂言无害?其四,关于企业家及其员工的报酬,应以明确形式给予,内幕交易手段隐秘,以此作为企业员工的奖励,有悖于证券市场的公开原则,且以利用股价跌宕等非居其位则无法了解消息获得利润的做法,无法可依,具有非公正性与非公平性。最后,从投入产出或成本收益理论分析证券管理,更无现实性可言。当禁之列,即便是费用再大也应厉行禁止,决不可姑息养奸,这也是法律精神与社会价值观的基本要求。何况以禁止内幕交易为契机健全证券法制,稳固与增强证券市场对社会经济发展的反射、评价功能,是一劳永逸的治本方略,其社会效益与经济效益是难以简单的管理成本与收益进行衡量的。

鉴于以上表述,应认定内幕交易的性质为隐匿的不正当竞争行为,并由法律加以规制。其规制理由有三:

1. 内幕交易严重违背“公开”、“公平”、“公正”的证券交易基本原则。

“公开”是指发行人、公司内部关系人、证券商、证券交易所等主体必须将证券发行及交易的有关资料公开,不得隐瞒、误导或遗漏;“公平”是指投资者在证券交易中,机会均等,没有特

殊优势,即竞争与获利的前提是平等的;“公正”则侧重于对“公开”和“公平”的价值判断,而且要求主体行为必须符合法律公正的规范。内幕交易者利用内幕信息转变为公开信息的时间差进行交易并阻碍其如期披露,是为不公开;内幕人员倚仗其特殊地位,通过便利渠道获取信息,并以此与不知情的投资者交易、有悖于公平竞争公平交易行为准则,是为不公平;一个公正的证券市场应是完全竞争市场,每个投资者都处于“同一起跑线”上,平等地、快速地、充分地获知信息参与竞争,内幕交易使少数交易者凭借其特权地位牟得暴利,更与“公正”原则背道而驰。因此,禁止内幕交易是公开的投资环境、公平的证券交易、公正的市场秩序的必然要求。

2. 内幕交易有悖于诚实信用的原则。

通行于欧美证券法的信用义务(Fiduciary duty)理论认为,公司的董事、监事、经理及其职员等内部人员基于雇佣关系等信用关系,对股东、对投资者均负有“诚实信用”之义务,不得擅自违背。根据该理论,在公司内部人员得到未公开重要信息而有意买卖该证券时,他必须遵守“禁止或公开信息”(Abstain or Disclose)的义务,即要么在交易市场上公布该信息后再进行交易,要么不从事与该公司有关的交易。内幕交易中,内幕人员出于获取个人利益的目的而将信息泄露给他人,或自行利用该信息进行交易,违反了对公司的信用义务,构成了对公司的背叛和欺诈,从这个意义上说内幕交易也背离了“诚实信用”原则。

3. 内幕交易损害了证券交易的效益和效率。

内幕人员为了借助其掌握的内幕信息攫取利益,必然采取隐瞒真实信息或散布虚假信息的方法诱使不知情投资者与之进行交易,投资者在消息公布、股价变动之后,将因此蒙受重大的损失。内幕交易还会使内幕信息所涉及的公司丧失投资者信任,不利于该公司从证券市场上继续融资筹资。同时,由于内幕交易具有随意性,饱受内幕交易之害的投资者难以确认哪家公司的内幕人员会利用内幕信息买卖该公司证券,因此他们就会认为证券市场的每一次交易都潜藏着莫测的风险,如果内幕交易猖獗失控,投资者的投资成本和投资风险将普遍增加,投资者将因此失去对证券市场公正性和盈利性的信心,于是有些投资者会完全退出市场,大部分则将通过折低公司证券价值的方法来抵销内幕交易风险,因此也就降低了资本收益率与经济效益,破坏了证券市场效率的发挥。

综上所述,内幕交易负面效应显著,社会危害性严重,一旦失控,后果不堪设想。韩国1963年3月因证券投机欺诈活动泛滥不得不关闭其证券交易所便是前车之鉴。因此,应从法律上对内幕交易加以断然规制。

二、内幕交易的主体

可能实施内幕交易的人分为三类:一是法定的内幕人员;二是利用职务之便窃取内幕信息的非内幕人员;三是通过其他便利条件知悉内幕信息的非内幕人员。关于内幕人员可作为

内幕交易主体的问题,各国法院一般都持肯定态度,只是在范围的界定上不一致而已。美国1934年证券交易法规定内幕人员指的是公司高级职员、董事、占股权多数的股东及其他控股股东。新加坡最近公司法更进一步规定,内幕人员不仅包括现任公司的董事、高级职员,还包括以往12个月内的公司关系人。台湾1988年修订的证券交易法还把第一手信息的接受者,即从公司关系人处获得相关情报的人员,如公司内部人员的配偶、亲戚等纳入内幕人员的范畴。我国最近通过的《证券法》将内幕人员大致分为三类:(1)公司内幕人员,主要指发行人的董事、监事、高级管理人员、控股股东及其他有条件直接获得公司内部信息的职员;(2)市场内幕人员,主要是指参与证券发行活动的律师、会计师、资产评估人员、投资顾问等社会中介人员和证券交易服务人员;(3)管理内幕人员,主要指依法对发行人行使一定管理或监督权的人员,如证券发行主管机构工作人员及工商、税务等有关经济管理人员。

非内幕人员是否能成为内幕交易的主体,理论界一直存有争议,笔者认为,应将非内幕人员纳入内幕交易的主体范畴。因为可能知悉内幕信息的人,并不仅仅是那些公司关系人,其他人如公司关系人的朋友、客户等,均可从其他渠道有意或无意获悉一些内幕信息。如果他们在交易中利用了该信息,其行为动机与危害程度实质上均与内幕人员实施的内幕交易并无二致,因此非内幕人员同样也能进行内幕交易行为。正是在这个意义上,我国《证券法》第70条规定,“知悉证券交易内幕信息的知情人员或者非法获取内幕信息的其他人员,不得买入或卖出所持有的该公司的证券,或者泄露该信息或者建议他人买卖证券”,从而把非内幕人员利用或指使他人利用内幕信息从事证券交易的行为,也纳入法律禁止之列。

三、内幕信息的界定

内幕信息的判别源于美国证券交易委员会(SEC)的“有效市场理论”,该理论认为,一旦消息被相当数量的投资者知悉,会影响他们的投资判断,相关公司的股价会很快发生波动,即可以此反证该信息是内幕信息。该理论认为内幕信息必须具备三个条件:(1)该信息为与公司有某种特定关系的内幕人员所掌握;(2)信息持有人所知悉的信息,尚未被市场上其他投资者所公知;(3)该信息本身具有重要性,足以对证券市场价格发生实质性影响。

我国《证券法》在这三个条件的基础上,对内幕信息的外延作了进一步界定。《证券法》第69条第(2)款列举了八项可能成为内幕信息的重大信息,这些信息可大致分为两类:重大决定和重要事实。前者是指发行公司就公司经营项目、人事变动所作出的重大决定,如订立重要合同、进行重大投资、发生重大债务、变更董事长或三分之一以上董事或总经理等。后者是指发生对发行人正常经营有重大影响的客观情况,如发行人未能归还到期重大负债的违约情况、发行人发生重大亏损、资产遭受

重大损失、生产环境发生重大变化、发生重大诉讼事项等。

实践中存在这样一个问题,一些股评家和学者对证券市场作出的预测和分析,往往也能造成对股价走势的实质性影响,是否也应归属于内幕信息?笔者认为司法实践中对此应作具体区分,凡是依据公司内部不为他人知悉的重大决定或重大事实而作出的预测和分析,应认定为内幕信息,而不能以“科学试验”或“调查数据”草率定性;对于那些确是适用公开信息资料而作出的股评和预测,对发行人和投资者不负有保密责任,不应归属于内幕信息。

关于内幕信息认定另一个问题是:股市上的传言是否构成内幕信息?从表面上看,传言也是一种信息,而且是非经合法渠道公开的信息,甚至有些传言也能对股票价格构成实质性影响,但是,传言在未被证实之前,不足以判定其真伪,谈不上具有重要性,且传言持有人未必是与公司有某种特殊关系的内幕人员。因此,笔者认为,不应将传言认定为内幕信息。传言如事后证实是虚构事实,企图以讹传讹,影响股市,从股价跌宕中牟取了暴利,虽然它可能对股市价格产生实质性影响,但这已属于《证券法》禁止的另一类证券欺诈行为——操纵市场,而与内幕交易无关。

四、内幕交易的判定理论

美国是世界上最早对证券市场实行监管的国家,几十年的管理实践也表明美国的证券管理模式极富效率,因此其对内幕交易的司法判定理论,对我国证券管理具有重要的借鉴意义。其主要理论有以下三种:

1. 信用义务理论(Fiduciary Duty Theory)

该理论认为,公司的董事、监事、经理及其他职员与公司之间为委托关系,他们在与公司或公司股东发生关系时负有信用义务。由于他们进行证券交易的相对人为公司股东,他们所负有的信用义务要求其不得以自己的利益对抗股东利益,如果他们利用所掌握的内幕信息参与交易,那么,所获取的利益应归公司股东所有。此外,以上人员出于获取个人利益的目的将信息泄露给他人,也构成对公司信用义务的违反,应认定为内幕交易,且接受信息进行交易或再度泄露信息的第三人为共犯,需一并承担违反信用义务的责任。

2. 禁止或公开理论(Abstain or Disclose Theory)

这是80年代以前美国对内幕交易案件司法审判的基础,现今仍在广泛地应用。该理论的要点是:在公司内幕人员得到未公开的信息而有意进行该公司证券买卖时,他只有两种选择,否则就构成内幕交易:第一,他可以在交易市场上公布这个消息,然后进行交易;第二,不从事与该公司相关的交易行为。但事实上内幕人员已无从选择,因为大多数情况下内幕人员无权擅自公布内幕信息,某些情况下还禁止其公布消息。因此内幕人员在得到某一相关公司的不公开信息后,就不能从事任何证券交易,否则即构成内幕交易。

3. 私用内部信息理论(Misappropriation Theory)

该理论认为任何因正当理由而取得内部信息的人,如果为了个人私利利用该信息买卖证券或予以泄密,他就违反了当初他取得信息所承诺的不得用该信息牟利的义务,构成了内幕交易行为。该理论主要适用于上市公司的律师、会计师、承销商等,这些人虽非公司内部人员,但与公司有着密切的联系,能够轻易正当地获得内幕信息,法律由此推定其取得消息后有不得利用该信息牟利的义务,如违反该项义务,就构成“推定性欺诈”(Constructive Fraud)——内幕交易行为。

五、内幕交易的犯意

内幕交易的犯意,即行为入是否有主观恶意,学术界对此意见不一致。有学者认为,对内幕交易的指控,控方须举证行为人在交易中有欺诈、威胁、利用内幕信息牟利等意思表示,内幕交易方能成立;另有学者认为,为施严刑峻法,扼制内幕交易,对内幕交易的认定应采用严格规定,即只要内幕人员交易时确知内幕信息的存在,即可认定其行为构成内幕交易,而不问其意思真实与否。

笔者认为,禁止内幕交易的价值取向在于对以不公正方式牟取利益的道德否定,从这个意义上说,内幕交易的行为动机理所当然应作为其行为的构成要件。欠缺主观动机而草率定性,不仅会误判无辜,而且有悖于立法的严密性要求。1997年颁布实行的新刑法典第180条增设了“内幕交易罪”的新罪名,虽然条文本身并没有犯意的规定,但从犯罪构成来说,犯罪主观恶意的存在仍是必不可少的。

然而,在司法实践中存在这样一个问题,要求控方对行为人的主观恶意加以举证颇为困难,行为者可以轻而易举地提出反证。因此,有必要在内幕交易犯意的判定中引入“过错推定原则”,即知悉内幕信息的行为人只要自己进行证券交易或将信息透露给第三人,由第三人进行证券交易,均应被推定具有主观恶意。若行为人无法提出确凿反证,则犯意成立;若行为人提出诸如贷款到期、财务状况恶化、企业濒临破产等特殊原因而不得不买卖证券的确切证据,并经法院确认为善意或无恶意时,可以考虑不将其作为内幕交易处理。如此,既免却了原告作为一般股民艰难繁琐的举证责任,又赋予被告一定的辩解权,对原被告双方都较为公平。

Battle Against Insider Trading Is Worth the Effort, Brvis longstreth, Legal Times Washington, May 10, 1982 at 16, col 1.

Brudney: Insiders, Outsiders, and Informational Advantage Under the Federal Securities Law. 93 Harv. L. Rev. 332 (1979)

徐卫:《试论禁止内幕交易的法理基础》载《中外法学》1993年第6期。

(作者单位:厦门大学法律系)

(责任编辑:李必建)